

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

桐昆股份 (601233.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师

执业编号: S1500524040001

联系电话: 13261695353

邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 涤纶长丝边际效益明显改善，公司长期投资价值凸显

2024年4月30日

**事件:** 2024年4月26日，桐昆股份发布2023年年度报告，2023年公司实现营业收入826.40亿元，同比增长33.30%，实现归母净利润7.97亿元，同比增长539.10%；扣非后净利润4.55亿元，同比增长5208.32%；基本每股收益0.34元/股，同比增长518.18%。

2024年4月29日，桐昆股份发布2024年一季度报告，一季度公司实现营业收入211.11亿元，同比增长32.66%，环比增长1.02%；单季度归母净利润5.80亿元，同比增长218.31%，环比增长644.30%；单季度扣非后净利润5.37亿元，同比增长203.02%，环比增长301.12%。

**点评:**

- **涤纶长丝行业景气度改善，公司业绩大幅抬升。成本端**，2023年原油价格中枢有所回落，布伦特原油均价82.49美元/桶，同比-16.72%，原料端成本压力明显缓解。2023年公司主要产品PTA、MEG平均进价同比分别下降3.01%、11.45%，较产品端降幅扩大。**需求端**，伴随2023年疫情影响减弱，居民线下消费明显修复，涤丝及下游织机开工维持高位运行，根据我们统计，2023年全年涤纶长丝及下游织机平均开工负荷分别为83%、58%，分别同比增长6pct、7pct，产销两旺助力公司业绩持续释放。**供给端**，2023年我国涤纶长丝产能达到4286万吨，同比增长高达9.98%，但受需求端拉动，供给的高增速得到有效消化，库存持续去化，根据我们测算，2023年涤纶长丝平均库存为21天，同比下降11天。受涤纶长丝行业景气度改善影响，2023年公司聚酯板块业绩明显回升，公司持有浙石化20%权益，2023年公司对联营企业和合营企业的投资收益为2.72亿元，同比下降78%，剔除浙石化收益后，公司聚酯板块经营利润为5.25亿元，同比增长+149%。
- **一季度业绩扭亏为盈，长丝行业供给缩量有望支撑全年业绩释放。**根据我们测算，公司2023年Q4剔除浙石化投资收益后的归母净利润为-3.05亿，一季度剔除浙石化投资收益后归母净利润为3.29亿，一季度聚酯等板块业务扭亏为盈，环比增长达207.87%。全年来看，根据隆众资讯数据，2024年全国预计新增涤纶长丝产能110万吨，环比2023年缩减300余万吨，此外，考虑到杭州逸曠75万吨产能搬迁，在不考虑行业其它落后产能退出的情况下，2024年行业净新增涤纶长丝产能或不及百万吨，产能增速不到1%，较2023年产能增速大幅放缓。我们认为，受益于行业供给增量明显缩窄，供需格局持续优化，而公司在2023年已完成390万吨长丝产能增量投放，全年业绩贡献有望持续释放。
- **进一步明确股东回报目标，凸显长期投资价值。**近期公司发布公告，制定公司未来三年（2024-2026）的股东回报规划。根据规划内容，公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十，具体分配过程中，公司实行以下差异化分配政策：

1) 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分配在该次利润分配中所占比例最低应达到 80%; 2) 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到 40%; 3) 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到 20%。该方案协调了分配比例及公司所处阶段安排, 进一步明确和强化了股东回报预期, 彰显了公司长期投资价值。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 33.98、45.16 和 52.82 亿元, 同比增速分别为 326.4%、32.9%、17.0%, EPS (摊薄) 分别为 1.41、1.87 和 2.19 元/股, 按照 2024 年 4 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 9.49、7.14 和 6.10 倍。我们看好公司在 PTA 和涤纶长丝领域的产能持续扩张和龙头地位提升, 以及长丝板块景气度持续修复机遇, 公司也有望持续受益于合资的浙石化项目带来的高额投资收益, 公司盈利能力有望持续加强, 我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期, 上游原材料价格上涨的风险; 行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险; 公司项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险; 原油和产成品价格剧烈波动的风险; 浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	61,993	82,640	95,130	102,910	106,294
增长率 YoY %	4.8%	33.3%	15.1%	8.2%	3.3%
归属母公司净利润 (百万元)	125	797	3,398	4,516	5,282
增长率 YoY%	-98.3%	539.1%	326.4%	32.9%	17.0%
毛利率%	3.2%	5.1%	8.7%	9.2%	9.8%
净资产收益率ROE%	0.4%	2.2%	8.9%	10.6%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.34	1.41	1.87	2.19
市盈率 P/E(倍)	289.00	44.50	9.49	7.14	6.10
市净率 P/B(倍)	1.00	1.03	0.84	0.76	0.68

资料来源: 万得, 信达证券研发中心; 股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	22,469	26,106	36,276	40,387	42,498	
货币资金	11,676	11,616	14,047	16,382	17,706	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	795	693	1,564	1,692	1,747	
预付账款	380	1,384	1,532	1,649	1,691	
存货	7,386	10,249	16,662	17,928	18,389	
其他	2,233	2,165	2,471	2,737	2,965	
<b>非流动资产</b>	67,970	76,340	85,038	94,697	104,053	
长期股权投资	18,502	18,834	20,894	21,673	22,005	
固定资产(合计)	23,399	44,160	45,235	48,549	52,009	
无形资产	2,574	2,858	3,423	3,987	4,552	
其他	23,496	10,487	15,487	20,487	25,487	
<b>资产总计</b>	90,439	102,446	121,314	135,084	146,552	
<b>流动负债</b>	39,081	46,957	59,805	68,902	74,908	
短期借款	19,507	20,974	35,974	40,974	45,974	
应付票据	3,163	3,991	4,419	4,755	4,877	
应付账款	9,336	10,533	11,665	12,551	12,874	
其他	7,075	11,459	7,747	10,623	11,183	
<b>非流动负债</b>	16,057	19,706	22,706	23,206	23,706	
长期借款	15,315	18,475	21,475	21,975	22,475	
其他	741	1,231	1,231	1,231	1,231	
<b>负债合计</b>	55,137	66,663	82,511	92,108	98,614	
少数股东权益	411	313	417	555	716	
归属母公司股东权益	34,891	35,470	38,386	42,421	47,221	
<b>负债和股东权益</b>	90,439	102,446	121,314	135,084	146,552	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	61,993	82,640	95,130	102,910	106,294	
同比(%)	4.8%	33.3%	15.1%	8.2%	3.3%	
归属母公司净利润	125	797	3,398	4,516	5,282	
同比(%)	-98.3%	539.1%	326.4%	32.9%	17.0%	
毛利率(%)	3.2%	5.1%	8.7%	9.2%	9.8%	
ROE%	0.4%	2.2%	8.9%	10.6%	11.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.34	1.41	1.87	2.19	
P/E	289.00	44.50	9.49	7.14	6.10	
P/B	1.00	1.03	0.84	0.76	0.68	
EV/EBITDA	39.87	15.45	7.93	7.31	6.60	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	61,993	82,640	95,130	102,910	106,294	
营业成本	59,988	78,455	86,883	93,483	95,887	
营业税金及附加	153	294	338	366	378	
销售费用	101	118	143	154	159	
管理费用	1,200	1,352	875	947	978	
研发费用	1,655	1,755	1,903	2,540	2,624	
财务费用	427	783	777	967	1,020	
减值损失合计	-140	-26	0	0	0	
投资净收益	1,232	321	700	1,000	1,200	
其他	67	402	293	399	391	
<b>营业利润</b>	-371	579	5,205	5,851	6,838	
营业外收支	37	45	19	22	20	
<b>利润总额</b>	-335	624	5,223	5,873	6,859	
所得税	-462	-197	1,721	1,218	1,415	
<b>净利润</b>	127	821	3,502	4,655	5,444	
少数股东损益	3	24	104	138	161	
<b>归属母公司净利润</b>	125	797	3,398	4,516	5,282	
EBITDA	1,539	4,645	9,926	11,492	13,363	
EPS(当年)(元)	0.05	0.34	1.41	1.87	2.19	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1,069	3,121	2,218	9,543	11,145	
净利润	127	821	3,502	4,655	5,444	
折旧摊销	2,729	3,657	4,030	4,790	5,645	
财务费用	693	1,000	885	1,037	1,102	
投资损失	-1,232	-322	-700	-1,000	-1,200	
营运资金变动	-860	-1,634	-5,463	108	218	
其它	-388	-402	-36	-47	-65	
<b>投资活动现金流</b>	-16,302	-10,484	-11,992	-13,402	-13,737	
资本支出	-15,029	-11,289	-10,633	-13,622	-14,604	
长期投资	-13	79	-2,059	-780	-332	
其他	-1,260	725	700	1,000	1,200	
<b>筹资活动现金流</b>	12,844	6,527	12,206	6,194	3,915	
吸收投资	154	0	0	0	0	
借款	42,680	58,099	18,000	5,500	5,500	
支付利息或股息	-1,806	-1,220	-1,367	-1,520	-1,585	
<b>现金流净增加额</b>	-2,385	-834	2,431	2,335	1,324	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

### 石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。